

中国経済：緩慢な景気持ち直しの中で新政権が本格始動

全人代では消費主導の安定成長路線の継承を確認。1～2月の工業生産は伸びが鈍化し1～3月期の実質GDP成長率も8%割れの可能性を示唆。緩慢な景気持ち直しの主因は個人消費の伸び悩みであり、消費主導の成長に早くも暗雲。固定資産投資は堅調拡大を維持、輸出も順調な回復を見せるが、今後の経済政策次第では2013年の成長率も8%割れの可能性。

全人代：経済政策は成長重視から安定重視への転換方針を継承

今月5日に開幕した全人代（全国人民代表大会、17日まで）では、習近平共産党総書記が国家主席、李克強副首相が首相に選出され、新体制が本格的に始動することになるが、既に習新政権の目指す経済の姿が明らかになりつつある。まず、2013年の主な数値目標を見ると、実質GDP成長率は前年と同じ前年比7.5%となった。また、個人消費の代表的な指標である小売販売額は、昨年の前年比14.0%から14.5%へ伸びが引き上げられた。これらの意味するところは、高成長を追い求めず、成長の主役に個人消費を据えるということであろう。一昨年に策定された今次5ヵ年計画（2011～15年）で示された通り、個人消費を成長の軸とし、平均で7%の成長ペースを目指すことは既定路線¹ではあるが、新政権がその方針を継承することが今回の全人代で確認されたわけである。

また、その実現のための具体策として、家電や家具、自動車など耐久財消費を促すほか、「都市化」を推進する方針も示された。なお、ここで言う「都市化」には、インフラ投資の拡大などによって主に中小都市の開発を進めるハード的な側面だけでなく、教育や社会保障が十分に受けられない農村からの転出者への都市戸籍の付与といったソフト的な側面も含まれる。こうした「農民工」と呼ばれる出稼ぎ労働者の総数は2億人とも言われており、農民工の生活水準の引き上げは、所得格差の是正や社会の安定につながると同時に、経済成長を促すと期待されている。

そのほか、特に低所得者への悪影響が大きいインフレの予防を一段と強化するため、消費者物価上昇率の目標を昨年の前年比4.0%から3.5%へ引き下げた。住宅価格高騰の原因の一つとされるマネーサプライの伸びについても、目標を昨年の前年比14%から13%へ抑制、国民の不満が高まる大気汚染などの環境対策にも力を入れる方針である。このように、新政権は、これまでの「産業優先」から「国民生活重視」へ政策スタンスを明確にシフトし、社会と経済成長の両面において持続的な安定を目指す方針である。その実現のためには、産業の中核である国営企業の改革といった大きなハードルも存在する。今後の新政権の舵取りが注目されるところである。

景気は持ち直しの動きを継続するも、そのテンポは緩慢

新政権が改革に挑む中国経済の現状であるが、1～2月の主要経済指標は景気回復の足取りが緩慢なことを示している。実質GDPと連動性の高い工業生産は、2012年8月の前年同月比8.9%から12月には10.3%へ順調に持ち直していたが、2013年1～2月は前年同期比9.9%へ伸びが鈍化した。そのため、2013年1

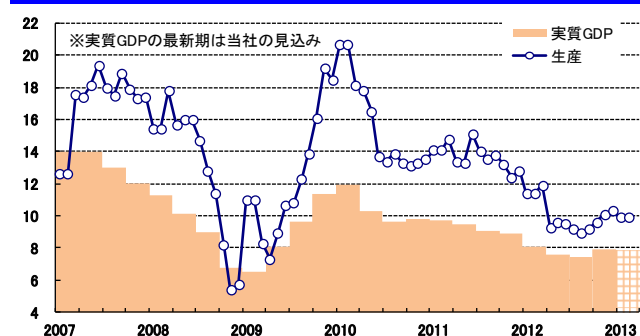
¹ 今次5ヵ年計画については、2011年4月6日付け「中国経済情報 2011年4月号」を参照されたい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

～3月期の実質 GDP 成長率は、2012 年 10～12 月期の前年同期比 7.9%から若干低下する可能性がある。

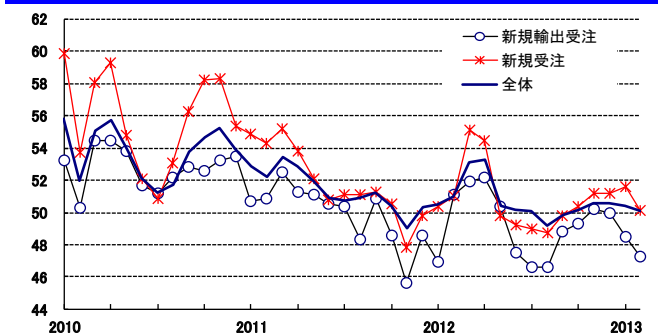
製造業 PMI 指数も、10～12 月平均の 50.5 から 1 月 50.4、2 月 50.1 と低下が続き、景気の好転と悪化の境目である 50 をかろうじて上回る程度の推移となっており、工業生産と同様、景気の回復力の弱さを示唆している。その背景を製造業 PMI 指数のサブ指数から推察すると、新規受注が 10～12 月平均の 50.9 に対して 1～2 月平均も 50.6（1 月 51.6、2 月 50.1）と横ばいであり、需要の拡大に弾みがついていない様子が窺える。さらに、新規輸出受注が 10～12 月平均の 49.8 から 1～2 月平均で 47.9（1 月 48.5、2 月 47.3）へ悪化していることは、特に輸出が、後述の通り持ち直しつつあるものの、企業が期待するほどに十分な回復には至っていないことを示唆している。

工業生産と実質GDPの推移（前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

製造業PMI指数の推移

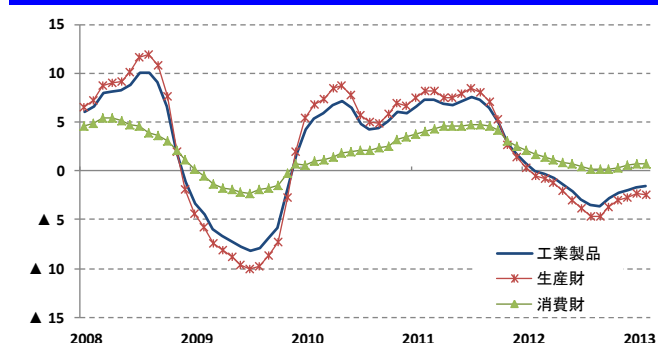


（出所）CEIC DATA

なお、在庫関連の指数は、製品在庫が 10～12 月平均の 48.8 から 1～2 月平均で 47.0（1 月 47.4、2 月 46.6）へ低下し、在庫調整が進展している様子が確認されたが、原材料在庫は 10～12 月平均の 47.5 から 1～2 月平均は 49.8（1 月 50.1、2 月 49.5）と 50 近くで推移しており、製品分野に比べ遅れている原材料分野の在庫調整が足元で足踏みしている可能性が示唆されたことは、懸念材料である。

また、在庫調整の進展度合いのバロメーターとなる生産者物価は、2 月も 1 月と同じ前年同月比▲1.6%となり、マイナス幅の縮小が一服した。つまり、生産者物価も在庫調整の遅れを示唆していると言える。以上の各指標の動きから判断すると、中国経済は、需要の回復テンポが緩慢なため在庫調整がもたつており、成長ペースの加速が妨げられているという評価ができる。

生産者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC DATA

個人消費：自動車を除いて物販が不振

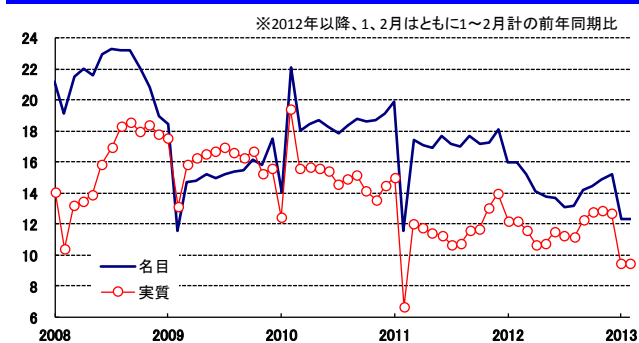
主な需要項目のうち、回復の遅れが顕著なのは、景気の牽引役として期待されている個人消費である。個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、2013 年 1～2 月の前年同期比が 12.3%となり、10～12 月期の 14.9%から伸びが大幅に鈍化²した。物価上昇分を除く実質でも、10～12 月期の前年同期比 12.8%から 1～2 月は 9.5%へ減速している。

² 汚職取締強化の影響を受けて贈答品など高額商品の販売落ち込みが目立ったとの報道もある。

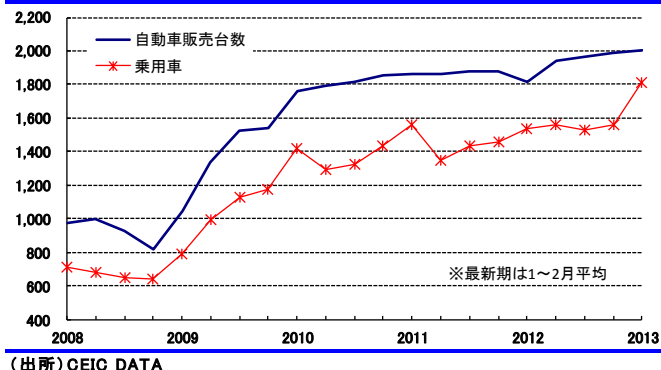
一方で、自動車販売は好調である。2013 年 1 月の乗用車販売台数は、前年同月が春節のため営業日が少なく水準が低かったこともあり前年同月比 48.7%の大幅増を記録した。2 月は、その逆の理由によって落ち込んだものの前年同月比▲8.3%と予想外に小幅なマイナスにとどまった。その結果、1～2 月合計の乗用車販売台数は前年同期比 19.5%の大幅増となり、当社試算の季節調整値では 10～12 月期の年率 1,558 万台から 1～2 月平均は 1,809 万台へ 16.1%も増加した。政府による排ガス規制の強化³を控えて、駆け込み的な販売増が水準を押し上げる一因となった可能性がある。

なお、日系メーカーの販売台数は、12 月に比べて 1～2 月合計の前年比のマイナス幅が縮小⁴しており、日中関係悪化の影響は徐々にではあるが弱まっている模様である。

社会商品小売総額の推移(前年同月比、%)



自動車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



また、各種報道によると、春節商戦はデパートやスーパーなど物販が伸び悩む一方で、旅行は国内、海外問わず好調であり、消費の中身がモノからサービスへシフトする動きも見られる。こうした状況などを勘案すれば、個人消費は小売販売の数字が示すほど悪くない可能性はあるが、景気を牽引するほどの力強さは感じられず、政府の目指す消費主導の経済成長には早くも暗雲が漂っている。

固定資産投資：インフラ関連や不動産業で増勢が強まり堅調拡大続く

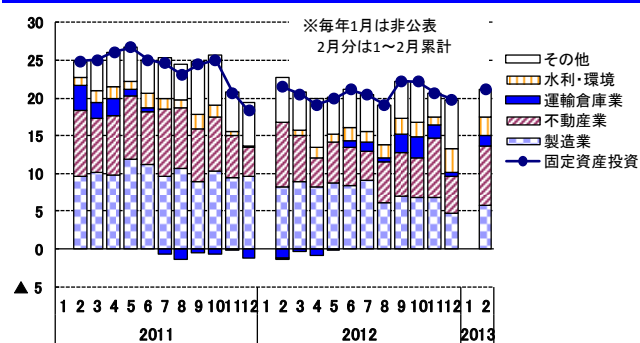
固定資産投資は、堅調な拡大が続いている。1～2 月累計の固定資産投資(都市部)は前年同期比 21.2%となり、10～12 月期の 20.8%から伸びが若干高まった。鉄道などの運輸・倉庫(10～12 月期前年同期比 9.1%→1～2 月累計 15.7%)や水利・環境(19.5%→36.0%)といったインフラ関連が伸びを大幅に高めたほか、不動産業(22.1%→26.1%)も増勢を強め、全体の拡大を牽引した。その一方で、製造業(22.0%→17.0%)は伸びの鈍化傾向に歯止めが掛かっている。

インフラ関連投資の増勢加速は、昨年 9 月に承認された総額約 1 兆元のインフラ関連事業の執行が本格化したためとみられ、不動産業における堅調拡大は住宅など不動産価格の上昇が背景にあると考えられる。住宅価格 DI(住宅価格が前月から上昇した都市の割合ー下落した都市の割合)は、2013 年 1 月時点で新築が 61%Pt と高水準を維持し、中古は 63%Pt へ急上昇するなど(12 月 44%Pt)、新築、中古を問わず住宅価格は全国的に上昇している。また、製造業における減速は、未だ在庫調整が続き生産者物価が下落していることが示す通り、生産設備の余力が十分にあるためであろう。

³ 北京市では、3 月 1 日から欧州の排ガス基準であるユーロ 5 に概ね準じた「京 5」を導入、この基準を満たさない自動車の販売およびナンバープレート登録を禁止した。他の地域でも北京市に追随する動きが出るとみられる。

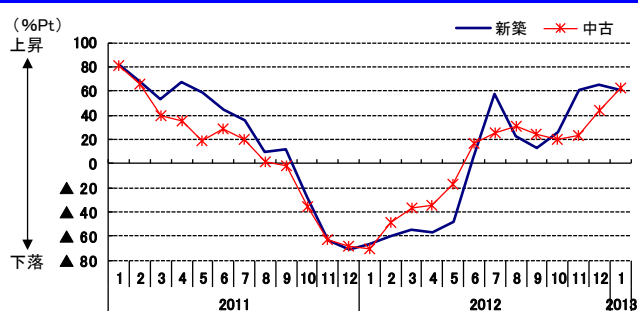
⁴ NNA などの報道によると、1～2 月平均の日系メーカーの販売台数は、トヨタが前年同期比▲13.3%(12 月▲15.9%)、日産▲14.1%(12 月▲23.0%)、ホンダ▲4.1%(12 月▲19.2%)と減少幅が縮小した。

固定資産投資の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

住宅価格DIの推移(%Pt)



(注) 前月比で上昇した都市の割合—下落した都市の割合。

(出所) CEIC DATA

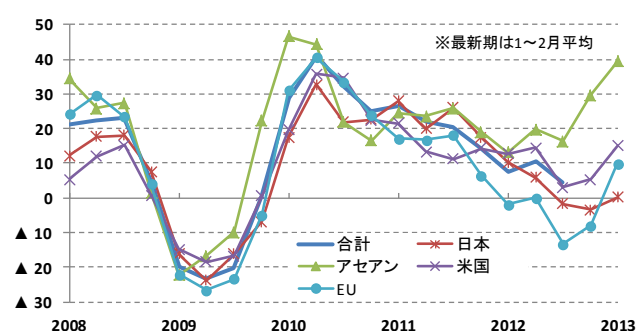
輸出：米国やアジア向けを中心に順調に回復

2月の通関輸出（ドルベース）は、春節の影響により伸びは小幅にとどまるとみられていたが、実際には前年同月比 21.8%もの大幅増となった。この結果、輸出は1～2月合計で前年同月比 23.6%となり、10～12月期の 9.4%から伸びが大きく高まった。当社試算の季節調整値でも、1～2月平均の水準は10～12月期を 4.4%上回っており、10～12月期の前期比 6.4%からは減速したものの、依然として年率 2割を超えるペースで拡大していることになる。

仕向地別では、ASEAN 向け（シェア 10.0%、2012 年）が 10～12 月期の前年同期比 29.7%から 1～2 月合計は 39.4%へ伸びを高めたほか、米国向け（シェア 17.2%、10～12 月期前年同期比 5.4%→1～2 月 15.0%）も大きく伸びを高め、日本向け（シェア 7.4%、▲3.5%→0.1%）も持ち直した。各地域の景気動向を反映した動きとなっている。EU 向け（シェア 16.3%、10～12 月▲7.9%→1～2 月 9.8%）も 5 四半期ぶりに前年比でプラスに転じたが、欧州経済の低迷ぶりを踏まえると、一過性の動きである可能性が高いとみられる。

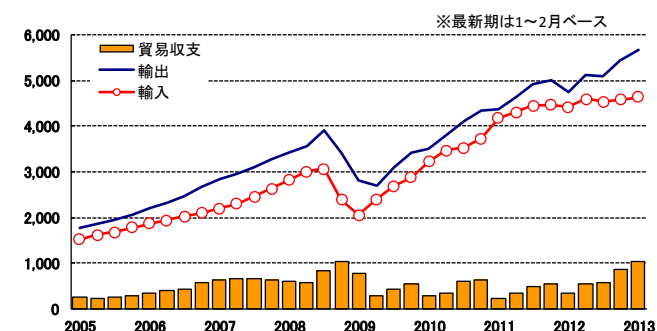
一方の輸入も、1～2 月合計で前年同期比 5.1%となり、10～12 月期の 2.7%から伸びを高めた。当社試算の季節調整値でも、1～2 月平均の水準は 10～12 月期を 1.1%上回っており、輸入は景気の緩やかな持ち直しに伴って拡大傾向にはある。ただし、輸入の増加テンポは輸出を下回っているため、貿易収支の黒字幅は拡大している。1～2 月の貿易黒字（季節調整値）を四半期ベースに直すと 1,034 億ドルに達し、過去最高を記録した 2008 年 10～12 月期の 1,023 億ドルを上回ることになる。

通関輸出の推移(ドルベース、前年同期比、%)



(出所) CEIC DATA

輸出入と貿易収支の推移(季節調整値、億ドル)



(出所) CEIC DATA

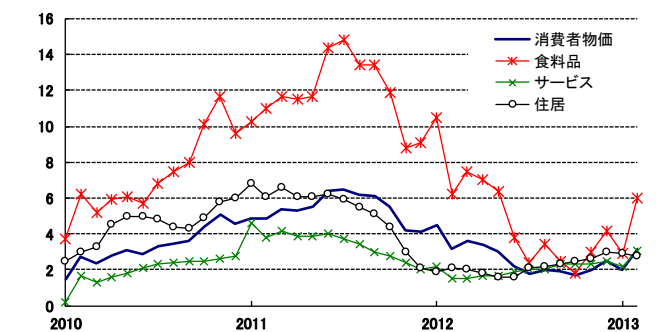
貿易黒字の拡大は、人民元相場の上昇要因となる。人民元相場は、2012年11月以降、概ね1ドル＝6.20～6.25元の狭いレンジ内で推移しているが、2月下旬以降は元高地合いとなっている。インフレ懸念の台頭を受けた金融引き締め観測に加え、貿易黒字の拡大が実需面からの元高圧力となっているとみられる。

人民元相場の推移(元/米ドル)



(出所)CEIC DATA

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

消費者物価：サービス価格の上昇によりコア・インフレ率も上昇

消費者物価指数は、1月の前年同月比2.0%から2月は3.2%へ伸びが高まった。春節を迎えて食料品価格が前年同月比6.0%へ伸びが高まったことが主因である（1月は2.9%）。春節による物価上昇は例年のことであるが、春節の時期が昨年1月から今年は2月にずれたため、今年は2月の前年比の伸びが押し上げられた。その分、今年の1月の伸びは押し下げられている。したがって、春節要因で押し上げられた2月の前年同月比3.2%をもって、インフレ圧力が高まったと判断することは適当ではない。

しかしながら、昨年から今年1月にかけて前年同月比1%台半ばで安定推移していたコア・インフレ率（食品およびエネルギーを除く総合）も、2月は1.8%へ伸びを高めている（1月1.5%）。サービス価格の上昇が主因であり、その背景には昨年大幅な最低賃金引き上げや景気の持ち直しがある。そのため、3月の消費者物価上昇率は、春節要因の剥落により低下はするものの、前年同月比3%ないしはそれを若干下回る程度にとどまると予想される。

2013年の成長率も政策次第で8%割れの可能性

政府が設定した消費者物価上昇率の今年の目標は、前述の通り前年比3.5%である。この目標を達成するためにも、政府はインフレ圧力を高めるような経済成長ペースの大幅な加速は望まないであろう。また、既に消費者物価上昇率が目標水準に近づいていることから、物価の安定につながる人民元相場の上昇は、ある程度容認される可能性が高い。さらに、今後は景気の持ち直しに伴って消費者物価上昇率が目標を上回る見通しが強まるとみられるため、金融政策は引き締め方向となろう。

当社は、2013年の実質GDP成長率を前年比8.1%、2014年を7.9%と予想しているが、これまで見た通り1～3月期の成長率は前年同期比で8%を下回りそうである。今後、具体化される政府の経済政策の内容次第では、景気の回復力は高まらず、2013年の成長率が8%に届かない可能性がある⁵と考えている。

⁵ 実質GDP成長率の見通しは2013年1～3月期の実績が発表される4月15日以降に見直しを行う予定。